

Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia
Vol. 16, No. 4, 2001, 372 - 387

PENGARUH PENGUMUMAN MERGER DAN AKUISISI TERHADAP *RETURN* SAHAM PERUSAHAAN AKUISITOR DAN NON AKUISITOR DALAM SEKTOR INDUSTRI YANG SAMA DI BURSA EFEK JAKARTA

Amin Wibowo

Universitas Gadjah Mada

Yulita Milla Pakereng

STIE-Kristen Wira Wacana, Sumba

ABSTRACT

The purposes of this research are: (1) to examine the information content of merger and acquisition announcement in acquiring and nonacquiring firm in the same industrial sector and (2) to determine whether there is information transfer in the same industrial sector.

Using sample firms of manufacturing industry listed in Jakarta Stock Exchange and research period of 1991-1997, the result shows that, in general, there is information content in merger and acquisition announcement for acquiring and nonacquiring firms. The study also indicates that there is information transfer between firms in the manufacturing industry for merger and acquisition announcement case. Another findings is that there is information leakage, i.e. the public knows information about merger and acquisition prior to the announcement.

Keywords: *merger and acquisition, acquiring and non acquiring firms, information transfer, abnormal return.*

PENDAHULUAN

Perubahan yang signifikan dalam lingkungan bisnis, seperti globalisasi, deregulasi, kemajuan teknologi komputer dan telekomunikasi, serta fragmentasi pasar telah menciptakan persaingan yang sangat ketat. Respon perusahaan-perusahaan terhadap meningkatnya persaingan ini sangat beragam. Ada yang memilih untuk memfokuskan *resources* pada suatu segmen tertentu yang lebih kecil, ada yang tetap bertahan dengan apa yang dilakukannya selama ini dan ada pula yang menggabungkan diri menjadi satu perusahaan besar dalam industri. Pilihan yang terakhir ini merupakan bagian upaya restrukturisasi perusahaan agar sinergi, baik melalui

pencapaian *economies of scale* dan *financial economies*, pemanfaatan *complementary resources*, dan peningkatan *market power*.. Merger dan akuisisi menjadi strategi yang dipilih perusahaan untuk merealisasikan sinergi yang menjanjikan itu.

Merger adalah kombinasi dari dua atau lebih perusahaan, dengan salah satu nama perusahaan yang bergabung tetap digunakan sedangkan yang lain dihilangkan. Sementara itu, akuisisi didefinisikan sebagai pembelian seluruh atau sebagian kepemilikan suatu perusahaan, yang dapat dilakukan melalui merger atau *tender offer* (Foster, 1986). Merger sering diartikan sama dengan akuisisi, demikian pula dalam penelitian ini, penulis

mengasumsikan bahwa kata merger dan akuisisi memiliki pengertian yang sama, karena itu dapat dipertukarkan (*inter-changeable*). Secara lebih khusus, banyak alasan dilakukannya merger dan akuisisi; diantaranya adalah untuk meningkatkan kekuatan di pasar, mengatasi hambatan untuk masuk dalam satu industri, menghemat biaya dan mengurangi risiko pengembangan produk baru, meningkatkan kecepatan dalam memasarkan produk, menambah diversifikasi dan menghindari kompetisi yang berlebihan (Hitt, Ireland dan Hoskisson, 1997). Pada akhirnya jika merger dan akuisisi ini berjalan dengan baik, struktur industri akan bergeser dari pasar dengan karakteristik persaingan sempurna menjadi pasar dengan karakteristik oligopoli atau bahkan monopoli.

Pengumuman merger dan akuisisi (*merger and acquisition announcement*) adalah informasi yang sangat penting dalam suatu industri, karena dua perusahaan akan menyatukan kekuatannya. Konsekuensinya intensitas persaingan dalam satu industri akan berubah. Dengan demikian, pengumuman merger dan akuisisi sebagai suatu informasi dapat berpengaruh tidak hanya pada kedua perusahaan yang melakukan merger, yaitu perusahaan pengakuisisi (akuisitor) dan perusahaan yang diakuisisi (*target firm*), namun juga perusahaan lain yang menjadi pesaing yang berada dalam satu jenis industri yang sama dengan akuisitor dan *target firm*.

Menurut Ang (1997), kinerja suatu saham dipengaruhi oleh perkembangan sektor industri terkait. Tingkat permintaan pada suatu sektor industri akan memberikan pengaruh terhadap perusahaan yang terkait pada sektor tersebut dan selanjutnya akan terefleksikan ke dalam harga pasar saham perusahaan tersebut. Demikian halnya Firth (1996) menyatakan bahwa berita tentang suatu perusahaan atau adanya transfer informasi intra industri mempengaruhi perusahaan lain dalam industri yang sama. Informasi aktifitas satu perusahaan berhubungan dengan kinerja harga saham

perusahaan lain dalam industri yang sama. Jika informasi intra industri ini berdampak pada memburuknya kinerja saham perusahaan-perusahaan lain dalam satu industri maka terciptalah *contagion effect* (Akhigbe dan Madura, 1996).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dan transfer informasi intra industri dari suatu pengumuman merger dan akuisisi. Penelitian ini juga dimaksudkan untuk melihat reaksi terhadap pengumuman tersebut yang diukur dengan menggunakan *abnormal return* saham perusahaan akuisitor maupun perusahaan-perusahaan non akuisitor dalam sektor industri yang sama.

PENGARUH PENGUMUMAN MERGER DAN AKUISISI

Reaksi positif dan negatif terhadap kejadian merger dan akuisisi tergantung dari ketersediaan informasi bagi investor pada waktu pengumuman merger dan akuisisi serta persepsi pasar terhadap keputusan merger dan akuisisi. Halpern (1983) berpendapat bahwa perilaku/perubahan harga saham selama pengumuman merger dan akuisisi merefleksikan gambaran semua informasi dan pengaruh yang dikeluarkan dalam pengumuman merger dan akuisisi.

Penelitian-penelitian terdahulu tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi lebih banyak melihat kinerja saham perusahaan akuisitor dengan hasil yang berbeda-beda. Dodd (1980) menunjukkan pasar bereaksi secara signifikan terhadap pengumuman merger dan akuisisi, akan tetapi terjadi penurunan harga saham jika ada manajemen yang menolak merger. Dodd juga menemukan bahwa perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* yang negatif. *Abnormal return* yang signifikan setelah pengumuman akuisisi juga dihasilkan oleh Asri (1998), yang melakukan penelitian terhadap akuisisi sektor perbankan di Amerika Serikat. Agrawal et al

(1992) juga menyatakan bahwa *stockholders* akuisitor menderita kerugian 10% yang secara statistik signifikan selama lima tahun periode *post-merger*.

Asquith & Kim (1982) dan Asquith (1983) menemukan *abnormal return* saham yang tidak signifikan pada saat pengumuman akuisisi. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Vijh (1994), yang dalam 11 hari periode pengamatan Vijh tidak menemukan *abnormal return* yang signifikan terhadap perusahaan yang melakukan merger. Keown & Pinkerton (1981) menemukan *abnormal return* positif pada 25 hari sebelum pengumuman, dan menunjukkan hal tersebut sebagai adanya kebocoran informasi. Mereka menyimpulkan informasi dari pihak manajemen (*inside information*) sebagai penyebab *abnormal return* tersebut. Kesimpulan yang sama juga diambil oleh Neely (1987). Neely juga menemukan bahwa *return* pengakuisisi adalah negatif pada minggu pengumuman, tetapi Cumulative Abnormal Return untuk dua minggu sesudah pengumuman adalah positif.

Loughran and Vijh (1997) meneliti apakah akuisisi perusahaan memberikan manfaat jangka panjang bagi pemegang saham, dengan menggunakan sampel 947 akuisisi dengan periode 5 tahun. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan akuisisi dengan merger saham memperoleh *abnormal return* negatif (-25%), sebaliknya perusahaan yang melakukan akuisisi dengan penawaran tender memperoleh *abnormal return* positif (61,7%).

Jensen & Ruback (1983) menunjukkan adanya *abnormal return* yang negatif karena ketidakkonsistenan efisiensi pasar dan adanya sugesti yang membuat perubahan harga pasar yang lebih tinggi serta mengemukakan *return* yang negatif untuk dua tahun setelah merger dan akuisisi adalah fakta yang tidak dapat dipungkiri. Hasil yang masih signifikan dalam periode yang panjang ini, juga mendukung pendapat Jogiyanto (1998) bahwa pengumuman merger dan akuisisi merupakan

informasi yang cukup lama dievaluasi oleh investor. Hal tersebut menyebabkan informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi tidak menjamin pasar akan efisien.

Penelitian di Indonesia telah dilakukan oleh Farlianto (1996) tentang dampak akuisisi terhadap kinerja *return* saham perusahaan pengakuisisi di Bursa Efek Jakarta periode 1990-1995. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* bagi perusahaan akuisitor sebelum dan sesudah akuisisi dalam kurun waktu 30 hari sebelum dan 30 hari sesudah akuisisi.

Swandari (1999) menemukan bahwa dalam jangka panjang pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi (gabungan akuisisi internal dan eksternal) tidak memperoleh kemakmuran yang lebih tinggi dari peristiwa akuisisi. Tetapi secara individual, kemakmuran yang diterima pemegang saham dalam jangka panjang pada perusahaan yang melakukan akuisisi eksternal terbukti lebih tinggi dibandingkan pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi internal.

Cholique (1998) melakukan penelitian tentang tanggapan pasar terhadap akuisisi eksternal dan internal. Hasil menunjukkan bahwa *abnormal return* terhadap perusahaan pengakuisisi tidak signifikan dan pasar bereaksi secara cepat dan bersama-sama menyerap informasi akuisisi sehingga tidak ada *abnormal return* yang signifikan.

Pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* pemegang saham di BEJ juga dilakukan oleh Suardewi (1999). Hasil penelitian Suardewi menunjukkan bahwa pemegang saham perusahaan pengakuisisi menikmati *abnormal return* positif cukup lama yaitu 52 hari menjelang pengumuman merger dan akuisisi. Hal tersebut berarti bahwa pengumuman tersebut mengandung muatan informasi dan informasi tersebut telah dimiliki investor sebelum *event date*. Pemegang saham juga memperoleh *abnormal return* positif hingga 23 hari setelah pengumuman, yang

mengindikasikan bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengandung muatan informasi dan merupakan berita baik bagi pemegang saham pengakuisisi.

Penelitian tentang pengumuman merger dan akuisisi dengan fokus kinerja saham *target firms* dilakukan oleh Rachmawati (2000). Rachmawati menemukan bahwa rata-rata *abnormal return* pemegang saham target menunjukkan diperolehnya *abnormal return* pada hari di seputar pengumuman merger dan akuisisi. Rachmawati juga mengindikasikan bahwa pasar memberikan tanggapan yang sama, baik sebelum dan sesudah adanya pengumuman merger dan akuisisi karena informasi tentang merger dan akuisisi telah diketahui investor sebelum diumumkan.

TRANSFER INTRA-INDUSTRI

Baginski (1987) menyatakan transfer informasi terjadi ketika informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan A menghasilkan revisi harga saham perusahaan B, yang berada dalam satu jenis industri yang sama. Grup suatu industri pada umumnya memiliki karakteristik yang relatif sama. Livingston (1977) mengemukakan bahwa grup industri memiliki pola pergerakan harga saham yang sama sehingga pada beberapa perusahaan besar cenderung mengikuti garis industri dengan spesialisasi pada industri tertentu.

Penelitian transfer intra-industri telah dilakukan beberapa peneliti untuk kasus informasi yang dipublikasikan seperti perubahan dividen (Firth, 1996), peramalan laba oleh manajemen (Baginski, 1987), dan likuidasi perusahaan (Akhigbe dan Madura, 1996). Firth (1996) menguji transfer informasi intra-industri atas perubahan dividen dan menemukan bahwa pengumuman perubahan dividen memiliki transfer informasi yang positif dengan menggunakan *proxy abnormal return*.

Baginski (1987) meneliti transfer informasi atas pengumuman peramalan laba oleh manajemen. Hasil menunjukkan bahwa

pengumuman tersebut mengandung transfer informasi. Akhigbe & Madura (1996) meneliti transfer informasi intra-industri atas pengumuman likuidasi perusahaan. Hasil menunjukkan bahwa pengumuman likuidasi berpengaruh buruk terhadap perusahaan lain pada sektor industri yang sama, karena adanya efek penularan yang menggambarkan kondisi industri dan struktur pasar dari sektor industri tersebut.

Dalam kasus pengumuman merger dan akuisisi, beberapa peneliti lebih memfokuskan pada perbandingan kinerja perusahaan akuisitor dan non akuisitor, tidak pada transfer informasi atau perusahaan-perusahaan pesaing dalam industri. Langetieg (1978) menemukan bahwa kinerja perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi tidak jauh berbeda dengan perusahaan yang tidak melakukan merger dan akuisisi. Sebaliknya Mandelker (1974) dan Malatesta (1983) menemukan adanya perbedaan kinerja yang sangat signifikan antara perusahaan akuisitor dan non akuisitor. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Yudyatmoko (2000) dalam kasus akuisisi di Bursa Efek Jakarta. Dengan menggunakan sampel dalam berbagai sektor industri, hasil mengindikasikan bahwa pengumuman akuisisi yang dilakukan akuisitor mengakibatkan *abnormal return* bagi saham perusahaan non akuisitor.

HIPOTESIS

Penelitian ini ditujukan untuk menguji pengaruh informasi merger dan akuisisi terhadap *return* saham perusahaan akuisitor dan non akuisitor. Penelitian dengan fokus lebih banyak pada saham akuisitor dan *target firm* terdahulu menghasilkan bukti yang berbeda-beda. Bukti adanya *abnormal return* yang signifikan di seputar pengumuman merger dan akuisisi dihasilkan oleh Dodd (1980), Neely (1987), Loughran & Vijh (1997), Asri (1998), Agrawal et al (1992), Swandari (1999), dan Suardewi (1999). Sedangkan hasil *abnormal return* yang tidak

signifikan ditemukan oleh Asquith & Kim (1982), Asquith (1983), Vijh (1994), Farlianto (1996), dan Choliq (1998). Dapat diketahui bahwa lebih banyak bukti adanya *abnormal return* yang signifikan. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah: Informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan akuisitor.

Penelitian transfer intra-industri telah dilakukan beberapa peneliti untuk kasus informasi yang dipublikasikan seperti perubahan dividen (Firth, 1996), peramalan laba oleh manajemen (Baginski, 1987), dan likuidasi perusahaan (Akhigbe dan Madura, 1996), serta berbagai industri (Yudyatmoko 2000) yang semuanya menemukan bahwa ada transfer informasi antara perusahaan yang mengumumkan suatu informasi dengan perusahaan lain dalam satu sektor industri yang sama. Penelitian transfer informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi belum banyak dilakukan, termasuk di Indonesia. Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini mencoba melihat transfer informasi dalam sektor industri manufaktur untuk kasus pengumuman merger dan akuisisi, dengan hipotesis kedua: Informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* perusahaan non akuisitor dalam sektor industri yang sama.

Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*. Dalam *purposive sampling*, populasi adalah yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai yang dikehendaki oleh peneliti (Zikmund, 1997 p.428) yaitu:

1. Perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi selama periode 1991-1997 yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta
2. Sektor industri yang paling banyak melakukan merger dan akuisisi. Karena tiap sektor industri mempunyai karakteristik

yang berbeda, bila digabungkan akan bias dan kesimpulannya tidak representatif.

3. Akuisitor memiliki pasangan non akuisitor dengan jumlah minimal 3 emiten dalam sub sektor industri yang sama.
4. Perusahaan non akuisitor telah listing di BEJ selama 6 bulan sebelum terjadinya pengumuman merger dan akuisisi.
5. Perusahaan akuisitor maupun non akuisitor tidak melakukan kegiatan seperti pengumuman dividen, saham bonus, *right issue*, dan kegiatan lain yang akan mempengaruhi pergerakan harga saham selama periode pengamatan.

Berdasarkan kriteria pertama diperoleh 35 perusahaan akuisitor, kriteria kedua menyebabkan hanya terdapat 17 sampel, dan sektor industri yang terpilih adalah sektor industri manufaktur. Sampel tinggal tersisa 7 perusahaan akuisitor menurut kriteria ketiga. Jumlah sampel perusahaan non akuisitor berdasarkan kriteria keempat sebanyak 35 perusahaan. Data dalam penelitian ini diperoleh dari Pusat Data Bisnis Indonesia, Capital Market Directory Indonesia, dan berbagai sumber lainnya seperti Pacap Database, JSX statistic, dan Fact Book.

Penelitian ini merupakan *event study* yang menggunakan pendekatan *abnormal return*, untuk menguji kandungan informasi. Menurut Jogiyanto (1998) dan Weston et al (1990), ada tiga model yang digunakan untuk mengestimasi *abnormal return* yaitu model rata-rata disesuaikan, model pasar, dan model pasar disesuaikan. Penelitian ini menggunakan model pasar disesuaikan (*market adjusted model*). *Market adjusted model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Pertimbangan penggunaan model ini adalah: 1) model ini tidak memerlukan periode estimasi seperti pada model lain, 2) pasar modal di Indonesia masih dalam tahap berkembang (*emerging market*), pada tahap tersebut pasar modal memiliki ciri sebagian besar saham

yang diperdagangkan transaksinya tidak likuid sehingga saham tersebut jarang diperjualbelikan. Akibatnya banyak saham yang menghasilkan *return* nol (0) selama tidak terjadi transaksi, yang akan menimbulkan masalah dalam perhitungan koefisien β .

Mengacu model yang digunakan, maka untuk menguji hipotesis dilakukan tahapan sebagai berikut:

- a. Menentukan periode peristiwa yang disebut juga periode pengamatan atau periode jendela (*event window*). Peneliti menggunakan periode jendela 41 hari, yang cukup untuk melihat kandungan informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi. Alasan lain adalah untuk menghindari pengaruh faktor-faktor lain (seperti pembagian dividen, saham bonus, dan *right issue*) yang akan mempengaruhi pergerakan harga saham. Periode ini cukup panjang karena beberapa penelitian lain menunjukkan bahwa pemegang saham (investor) di Indonesia cenderung lambat dalam menyerap suatu informasi.
- b. Menghitung *actual return* saham akuisitor dan non akuisitor pada *event window* dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (1)$$

R_{it} = *return* saham i pada hari t
 P_{it} = harga saham i pada hari t
 P_{it-1} = harga saham i pada hari t-1

- c. Menghitung *return* pasar harian dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (2)$$

R_{mt} = *return* pasar
 $IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada hari t
 $IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada hari t-1

- d. Menghitung *abnormal return* selama periode pengamatan dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (3)$$

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari t
 R_{it} = *actual return* untuk saham i pada hari t
 R_{mt} = *return* pasar pada hari t-1

- e. Menghitung rata-rata *Abnormal Return* (AAR) saham pada hari ke-t:

$$AAR_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n} \quad (4)$$

AAR_{nt} = rata-rata *abnormal return* saham pada hari ke-t
 n = jumlah seluruh saham perusahaan yang diteliti

- f. Mencari *Cumulative Average Abnormal Return* portofolio ($CAAR_{Nn}$):

$$CAAR_{Nn} = \sum_{t=-20}^{t=+20} AAR_{nt} \quad (5)$$

- g. Melakukan pengujian *abnormal return* secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* secara *cross section* untuk tiap-tiap hari periode jendela:

- a. Menghitung nilai t:

$$t = \frac{AAR_t}{KSE_t} \quad (6)$$

t = t-hitung

KSE_t = kesalahan standar estimasi untuk hari ke-t di periode peristiwa

- b. Menghitung kesalahan standar estimasi digunakan rumus:

$$KSE_t = \sqrt{\sum_{i=1}^k \frac{(AR_{i,t} - \overline{AR_{n,t}})^2}{(k-1)}} \cdot \frac{1}{\sqrt{k}} \quad (7)$$

KSE_t = kesalahan standar estimasi pada hari ke-t pada periode peristiwa
 $AR_{i,t}$ = *Abnormal return* saham i pada hari ke-t

$\overline{AR}_{n,t}$ = *Average abnormal return* pada hari ke-t di periode peristiwa
 k = jumlah saham yang dijadikan sample

- h. Membuat rumusan hipotesis untuk pengujian hipotesis sebagai berikut:

H_{01} : $AAR = 0$, Informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor tidak mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan akuisitor

H_{a1} : $AAR \neq 0$, Informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan akuisitor

H_{02} : $AAR = 0$, Informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor tidak mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan non akuisitor dalam sektor industri yang sama

H_{a2} : $AAR \neq 0$, Informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan non akuisitor dalam sektor industri yang sama

- i. Melakukan pengujian hipotesis dengan uji t dua sisi. Adapun kriteria pengujian hipotesis:

Bila $-T_{\text{tabel}} < T_{\text{hitung}} > +T_{\text{tabel}}$, maka H_0 diterima

Bila $T_{\text{hitung}} < -T_{\text{tabel}}$ dan $T_{\text{hitung}} > +T_{\text{tabel}}$, maka H_0 ditolak

PENGUJIAN HIPOTESIS PERTAMA UNTUK AKUISITOR

Hasil perhitungan rata-rata *abnormal return* (AAR), CAAR dan pengujian AAR untuk saham akuisitor ditunjukkan pada tabel 1 dan tabel 2 (Lampiran 1). Tabel 1 menunjukkan bahwa dari keseluruhan rata-rata *abnormal return* (AAR), lebih banyak *abnormal return* positif (58,54%) dibanding dengan *abnormal return* negatif (41,46%), dan tidak ada satu pengamatanpun yang menghasilkan rata-rata *abnormal return* bernilai nol.

Berdasarkan perhitungan t-statistik pada tabel 2 ditemukan bahwa *abnormal return* yang signifikan (H_{01} ditolak) hanya terjadi pada hari -18, -15, -13, dan hari +2. Adanya *abnormal return* yang signifikan di seputar pengumuman merger dan akuisisi mendukung hasil penelitian yang ditemukan oleh Dodd (1980), Neely (1987), Agrawal et al (1992), Loughran & Vijh (1997), Asri (1998), Swandari (1999), Suardewi (1999), dan Yudyatmoko (2000). Sebaliknya hasil ini tidak mendukung penelitian Asquith (1983), Asquith & Kim (1982), Vijh (1994), dan Choliq (1998).

Dari keempat hari tersebut, *abnormal return* negatif terdapat hari -18, -15, +2, dan *abnormal return* positif hanya terjadi pada hari -13. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum, perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* yang negatif di seputar pengumuman merger dan akuisisi. Hasil ini mendukung penemuan Dodd (1980), Agrawal et al (1992), dan sebagian penelitian Neely (1987), Loughran & Vijh (1997), Swandari (1999), tetapi bertentangan dengan temuan Asri (1998), Suardewi (1999) dan Yudyatmoko (2000).

Signifikansi *abnormal return* pada hari -18, -15, dan -13 menunjukkan bahwa ada kebocoran informasi dari pihak manajemen atau pasar mengetahui informasi merger dan akuisisi sebelum pengumuman dilaksanakan. Hasil ini mendukung temuan Keown & Pinkerton (1981), Neely (1987), Suardewi (1999) dan Rachmawati (2000), yang mengindikasikan bahwa informasi tentang merger dan akuisisi telah diketahui publik sebelum diumumkan. Ini berarti sebagian besar aktivitas perdagangan yang dilakukan didasarkan pada informasi non-publik (Mandelker, 1974) atau sering disebut *illegal insider trading*.

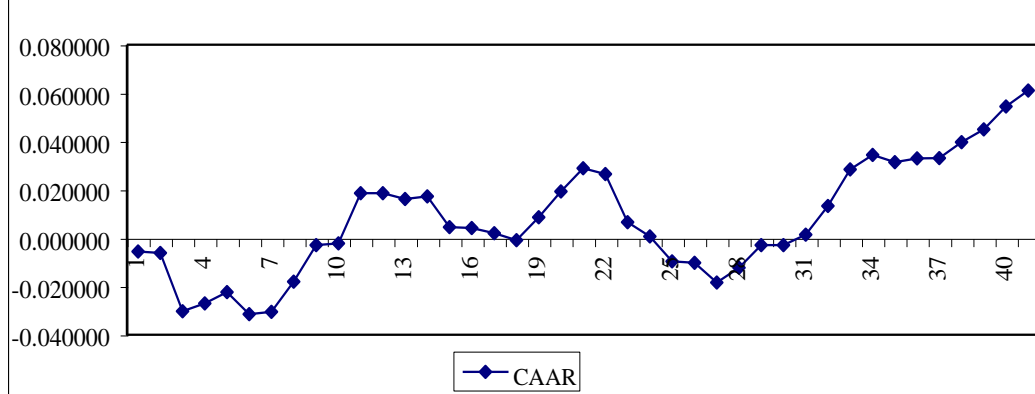
Tabel 2 juga menunjukkan pada waktu merger dan akuisisi diumumkan ($t=0$), rata-rata *abnormal return* positif tetapi tidak signifikan. Respon yang tidak signifikan pada hari pengumuman ini menunjukkan pada hari pengumuman tersebut investor atau pasar sudah tidak memberikan reaksi yang berlebihan terhadap saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi, karena informasi tentang merger dan akuisisi tersebut sudah terserap beberapa hari sebelum pengumuman. Bocornya informasi sebelum hari pengumuman ini menunjukkan pasar modal Indonesia belum efisien. Hasil ini mendukung pendapat Jogiyanto (1998) bahwa

pengumuman merger dan akuisisi tidak menjamin pasar akan efisien. Tetapi hasil tersebut tidak sesuai dengan hasil penelitian Dodd (1980), Suardewi (1999), dan Yudyatmoko (2000) yang menemukan *abnormal return* yang signifikan pada hari pengumuman merger dan akuisisi.

Berdasarkan gambar 1, dapat diketahui bahwa *Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)* yang biasa digunakan sebagai ukuran kemakmuran pemegang saham, juga menunjukkan peningkatan *abnormal return* yang diperoleh oleh akuisitor mulai hari ke-33. Hal ini ditunjukkan dengan garis yang terus menaik pada akhir periode pengamatan, walaupun pada awal pengamatan mengalami penurunan bahkan negatif. Hasil ini sesuai dengan temuan Neely (1987), yang menghasilkan CAAR positif pada dua minggu sesudah pengumuman. Pola pergerakan CAAR tersebut juga sesuai dengan temuan Farlianto (1996) dan Swandari (1999).

Rata-rata kumulatif *abnormal return* (CAAR) yang naik pada akhir periode pengamatan menunjukkan pelaku pasar modal meramalkan terjadi sinergi dari aktivitas merger dan akuisisi sehingga diharapkan kinerja perusahaan menjadi lebih baik di masa yang akan datang (Neely, 1987).

Gambar 1. *Cummulative Average Abnormal return Saham Akuisitor*



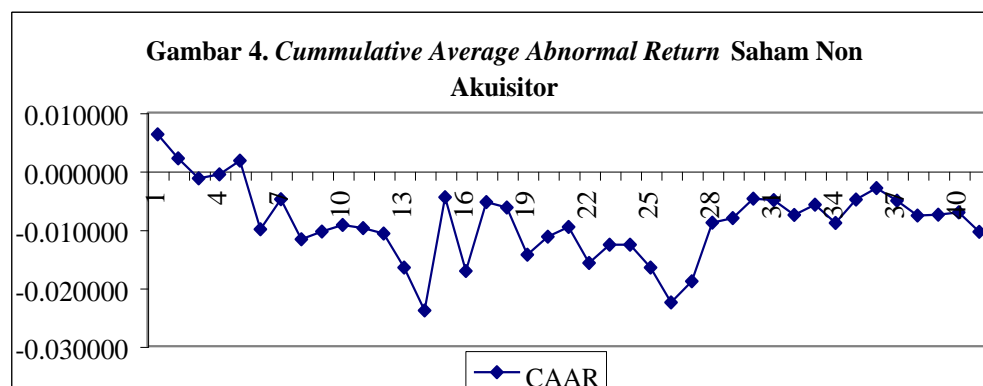
PENGUJIAN HIPOTESIS KEDUA UNTUK NON AKUISITOR

Hasil perhitungan rata-rata *abnormal return* (AAR), CAAR dan pengujian AAR saham akuisitor ditunjukkan pada tabel 3 dan 4 (Lampiran 2).

Tabel 3 menunjukkan bahwa prosentase *abnormal return* positif (51,22%) hampir sama dengan *abnormal return* negatif (48,78%). Akan tetapi, tabel 4 menunjukkan bahwa *abnormal return* yang signifikan (H_{02} ditolak) hanya terjadi pada hari -19, -13, -2 dan +7. Hasil menunjukkan bahwa 19, 13, dan 2 hari sebelum pengumuman, *abnormal return* yang diperoleh adalah negatif. Ini berarti bahwa perusahaan non akuisitor juga memperoleh informasi yang sama dengan akuisitor akibat terjadinya kebocoran informasi. *Abnormal return* negatif yang signifikan menunjukkan bahwa pengumuman merger dan akuisisi oleh

akuisitor memberi dampak negatif bagi pemegang saham non akuisitor (Firth, 1996).

Adanya *abnormal return* yang signifikan juga menunjukkan bahwa pengumuman merger dan akuisisi oleh akuisitor mengakibatkan *abnormal return* bagi saham non akuisitor atau terjadi transfer informasi. Hal tersebut menunjukkan kasus pengumuman merger dan akuisisi dapat berakibat adanya transfer informasi antar perusahaan dalam satu sektor industri yang sama. Hasil ini mendukung temuan penelitian kasus informasi lain yang dipublikasikan yaitu perubahan dividen (Firth, 1996), peramalan laba oleh manajemen (Baginski, 1987), dan likuidasi perusahaan (Akhigbe & Madura, 1996). Tabel 4 juga menunjukkan bahwa pada waktu merger dan akuisisi diumumkan, *abnormal return* tidak signifikan pada hari pengumuman ($t=0$) bagi saham non akuisitor, sama seperti pada saham akuisitor.



Pada gambar 4, tampak bahwa *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham non akuisitor sebagian besar bertanda negatif. Artinya pengumuman merger dan akuisisi tidak menimbulkan kemakmuran bagi pemegang saham non akuisitor. Kondisi ini berbeda dengan CAAR saham akuisitor yang cenderung mengalami peningkatan pada akhir periode pengamatan. Gambar tersebut

juga menunjukkan pola yang berbeda antara CAAR akuisitor dan non akuisitor. Hasil ini mendukung temuan Mandelker (1974), Malatesta (1983) dan Yudyatmoko (2000), tetapi bertentangan dengan Langetieg (1978).

KESIMPULAN

Dari pengujian yang telah dilakukan, kesimpulan kita adalah sebagai berikut:

- Informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan akuisitor. Perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* yang negatif di seputar pengumuman merger dan akuisisi.
- Pengujian hipotesis kedua yaitu informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan non akuisitor dalam sektor industri yang sama juga terbukti. Pengumuman merger dan akuisisi oleh akuisitor memberi dampak negatif bagi pemegang saham non akuisitor. *Abnormal return* yang signifikan ini menunjukkan bahwa kasus pengumuman merger dan akuisisi dapat menunjukkan adanya transfer informasi antar perusahaan dalam sektor industri manufaktur.
- Ada kecenderungan terjadinya kebocoran informasi dari pihak manajemen, yaitu pasar telah mengetahui informasi merger dan akuisisi sebelum pengumuman dilaksanakan. Hal tersebut ditunjukkan dengan adanya signifikansi *abnormal return* jauh sebelum pengumuman dilakukan baik untuk saham akuisitor maupun non akuisitor.

Implikasi hasil penelitian ini adalah perlunya investor memperhatikan pengaruh pengumuman merger dan akuisisi, baik sebagai investor perusahaan yang melakukan akuisisi (akuisitor) maupun sebagai investor perusahaan yang tidak melakukan akuisisi tetapi berada pada industri yang sama (non akuisitor). Kedua jenis investor ini akan memperoleh *abnormal return* yang negatif di seputar pengumuman merger dan akuisisi. Implikasi lain adalah perlunya investor menyadari terjadinya kebocoran informasi dari pihak manajemen mengenai rencana merger

dan akuisisi. Investor perlu menyadari bahwa aktifitas perdagangan di pasar modal telah dilakukan dengan mendasarkan diri pada informasi non-publik.

Penelitian ini memberikan beberapa bukti empiris tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap perusahaan pengakuisisi dan perusahaan yang tidak melakukan merger dan akuisisi dalam satu sektor industri yang sama. Namun demikian hasil penelitian ini masih memiliki keterbatasan berikut:

- a. Dengan hanya memfokuskan pada satu sektor industri, maka sampel yang digunakan tergolong kecil, yaitu hanya 7 sampel saham akuisitor dan 35 sampel saham non akuisitor.
- b. Return pasar yang digunakan adalah IHSG, bukan indeks khusus industri manufaktur, karena tidak tersedianya data indeks masing-masing industri selama periode penelitian
- c. Sebagian besar saham yang digunakan dalam sampel penelitian ini bukan merupakan jenis saham yang teraktif, sehingga banyak saham yang menghasilkan *return* nol.

Untuk lebih menyempurnakan penemuan ini, perlu dilakukan penelitian lanjutan dengan memperhatikan hal-hal sebagai berikut:

- a. Penelitian ini menggunakan *market adjusted model* dalam menghitung *abnormal return*, dengan asumsi bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Penelitian berikut dapat menggunakan alternatif model yaitu *market model* dan *mean-adjusted model*. Penggunaan *market model* akan memberikan nilai *return* ekspektasi yang lebih halus karena digunakannya teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) antara *return* realisasi sekuritas dengan *return* indeks pasar pada periode estimasi. Sementara itu *mean-adjusted model*

memberikan nilai *return* ekspektasi yang konstan dan sama dengan rata-rata *return* yang terealisasi sebelumnya. Hasil dari *mean-adjusted model* ini adalah berkurangnya pengaruh yang berlebihan (baik karena terlalu besar maupun terlalu kecil) *return* yang terealisasi sekuritas tertentu.

- b. Periode penelitian dapat diperpanjang sehingga jumlah sampel yang digunakan akan semakin besar.
- c. Perlu diteliti lebih lanjut apakah terjadi transfer informasi antar perusahaan dalam sektor industri yang lain (selain manufaktur) seperti sektor industri primer dan tersier dalam kasus pengumuman merger dan akuisisi.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A., Jaffe F. J., & Mandelker G. N., 1992, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A re-examination of an anomaly," *Journal of Finance*, pp. 1605-1622
- Akhigbe, Aigbe and Madura, Jeff, 1996, "Intra-Industry Effects of Voluntary Corporate Liquidations," *Journal of Business Finance & Accounting*, September: 915-930
- Ang, Robert, 1997, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Edisi satu, Mediasoft Indonesia
- Asquith, Paul, 1983, "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics* 11: 51-83
- Asquith, Paul, and Kim, E. H., 1982, "The Impact of Merger Bids on Participating Firms Securityholders," *Journal of Finance*, pp. 1209-1228
- Asri, Marwan, 1998, "Banking Acquisition: Acquirer's Aggressiveness and Stock Returns (a case study in the American Banking Systems)," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.1 No.2, Juli: 208-218
- Baginski, S. P., 1987, "Intra-Industry Information Transfer Associated with Management Forecast of Earnings," *Journal of Accounting Research*, Vol.25 No.2, Autumn: 196-216
- Capital Market Directory Indonesia*, berbagai edisi
- Cholih, Mochamad, 1998, "Akuisisi Eksternal dan Akuisisi Internal: Tanggapan Pasar terhadap Akuisisi di Bursa Efek Jakarta 1990-1997," *Skripsi S-1 Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada*, Yogyakarta
- Dodd, P., 1980, "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics* 8: 105-138
- Farlianto, 1996, "Pengaruh Akuisisi terhadap Kinerja Saham *Bidder Firms* di Bursa Efek Jakarta," *Skripsi S-1 Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada*, Yogyakarta
- Firth, Michael, 1996, "Dividend Changes, Abnormal Return, and Intra-Industry Firm Valuations," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June:189-211
- Foster, George, 1986, *Financial Statement Analysis*, Second edition, Prentice-Hall International, Inc.
- Halpern, P. J., 1983, "Corporate Acquisition: A Theory of Special Cases? A Review of Studies Applied to Acquisition," *Journal of Finance*, pp. 297-317
- Hitt, Michael. A., Ireland, R.D., dan Hoskisson, R.E., 1997, *Strategic Management: Competitiveness and Globalization*, 2nd Edition, West Publishing Company, Minneapolis
- Husnan, Suad, 1996, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta
- , 1993, "The First Issues Market: The Case of The Indonesian Bull Market," *Indonesian Economic Journal*, Oktober: 16-32

- Jensen, M. C. and Ruback, R., 1983, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics* 11: 5-50
- Jogiyanto, 1998, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi pertama, BPFE, Yogyakarta
- JSX Statistic*, berbagai edisi
- Keown, A.J. and Pinkerton, J. M., 1981, "Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation," *Journal of Finance*, pp. 855-869
- Langetieg, T., 1978, "An Application of a Three Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains From Merger," *Journal of Financial Economics* 6: 365-383
- Livingston, M., 1977, "Industry Movements of Common Stocks," *Journal of Finance*, pp. 861-874
- Loughran, T., and Vijh, A. M., 1997, "Do Long-term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?," *Journal of Finance*, Vol. LII No. 5, pp. 1765-1789
- Malatesta, P. H., 1983, "The Wealth Effect of Merger Activity and The Objective Functions of The Merging Firms," *Journal of Financial Economics* 11: 155-182
- Mandelker, G., 1974, "Risk and Return: The Case of Merging Firm," *Journal of Financial Economics* 1: 303-335
- Neely, Walter, P., 1987, "Banking Acquisitions: Acquirer and Target Shareholder Returns," *Financial Management*, Vol.16 No.4 Winter: 66-73
- Rachmawati, Eka, N., 2000, "Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi terhadap Return Saham Perusahaan Target di Bursa Efek Jakarta," *Tesis Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada*, Yogyakarta
- Suardewi, Desak Agung Oka, 1999, "Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi terhadap Perubahan Harga Saham Perusahaan Pengakuisisi di BEJ," *Skripsi S-1 Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada*, Yogyakarta
- Swandari, Fifi, 1999, "Dampak Jangka Panjang terhadap Kemakmuran Pemegang Saham: Perbandingan Akuisisi Internal dan Eksternal," *Tesis Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada*, Yogyakarta
- Vijh, Anand, M., 1994, "The Spinoff and Merger Ex-Date Effects," *Journal of Finance*, Vol. XLIX No. 2, pp. 581-609
- Weston, J. F., Chung, K. S., & Hoag, S. E., 1990, *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*, Prentice-Hall, New Jersey
- Wibisono, Christianto, 1995, *Pusat Data Bisnis Indonesia: Mergers and Acquisitions*
- Yudyatmoko, 2000, "Pengaruh Akuisisi terhadap Perubahan Return Saham dan Kinerja Perusahaan," *Tesis Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada*, Yogyakarta
- Zikmund, W. G., 1997, *Business Research Methods*, fifth edition, The Dryden Press, Florida.

LAMPIRAN 1

Tabel 1. AAR dan CAAR untuk Akuisitor

Hari ke	AAR	CAAR
-20	-0,005536	-0,005536
-19	-0,000580	-0,006116
-18	-0,024169	-0,030285
-17	0,003302	-0,026982
-16	0,004647	-0,022335
-15	-0,009196	-0,031531
-14	0,000980	-0,030551
-13	0,012557	-0,017994
-12	0,015102	-0,002892
-11	0,000641	-0,002251
-10	0,020770	0,018519
-9	-0,000004	0,018515
-8	-0,002401	0,016114
-7	0,001092	0,017206
-6	-0,012716	0,004490
-5	-0,000304	0,004186
-4	-0,002210	0,001976
-3	-0,002824	-0,000848
-2	0,009494	0,008647
-1	0,010581	0,019228
0	0,009677	0,028904
1	-0,002474	0,026430
2	-0,019898	0,006532
3	-0,005875	0,000657
4	-0,010267	-0,009610
5	-0,000689	-0,010299
6	-0,008132	-0,018431
7	0,006121	-0,012309
8	0,009346	-0,002963
9	0,000083	-0,002879
10	0,004277	0,001398
11	0,011926	0,013323
12	0,015049	0,028372
13	0,005995	0,034367
14	-0,002943	0,031424
15	0,001526	0,032950
16	0,000109	0,033058
17	0,006612	0,039670
18	0,005314	0,044985
19	0,009495	0,054480
20	0,006601	0,061080

Tabel 2. Pengujian rata-rata *Abnormal return* untuk Akuisitor

Hari ke	KSE	AAR	t-hitung
-20	0,008564	-0,005536	-0,646490
-19	0,017827	-0,000580	-0,032520
-18	0,011858	-0,024169 **	-2,038143
-17	0,004539	0,003302	0,727610
-16	0,006856	0,004647	0,677872
-15	0,004696	-0,009196 **	-1,958419
-14	0,001006	0,000980	0,975074
-13	0,003543	0,012557 *	3,543757
-12	0,008900	0,015102	1,696964
-11	0,007377	0,000641	0,086874
-10	0,015714	0,020770	1,321763
-9	0,005068	-0,000004	-0,000699
-8	0,002844	-0,002401	-0,844377
-7	0,011358	0,001092	0,096165
-6	0,018241	-0,012716	-0,697129
-5	0,011608	-0,000304	-0,026185
-4	0,007495	-0,002210	-0,294783
-3	0,005937	-0,002824	-0,475732
-2	0,005904	0,009494	1,608068
-1	0,015994	0,010581	0,661544
0	0,005926	0,009677	1,632812
1	0,013069	-0,002474	-0,189332
2	0,008643	-0,019898 **	-2,302285
3	0,010911	-0,005875	-0,538476
4	0,010849	-0,010267	-0,946366
5	0,009674	-0,000689	-0,071172
6	0,007754	-0,008132	-1,048774
7	0,014380	0,006121	0,425706
8	0,006267	0,009346	1,491378
9	0,006841	0,000083	0,012204
10	0,008272	0,004277	0,517052
11	0,007066	0,011926	1,687802
12	0,020231	0,015049	0,743833
13	0,009228	0,005995	0,649653
14	0,006011	-0,002943	-0,489675
15	0,006809	0,001526	0,224129
16	0,002965	0,000109	0,036597
17	0,006068	0,006612	1,089718
18	0,003912	0,005314	1,358561
19	0,014869	0,009495	0,638575
20	0,006108	0,006601	1,080572

Keterangan: * = signifikan pada tingkat α sebesar 5% ($t=2,447$)** = signifikan pada tingkat α sebesar 10% ($t=1,943$)

LAMPIRAN 2

Tabel 3. AAR dan CAAR Non Akuisitor

Hari ke	AAR	CAAR
-20	0,006286	0,006286
-19	-0,004134	0,002152
-18	-0,003429	-0,001277
-17	0,000706	-0,000571
-16	0,002337	0,001766
-15	-0,011738	-0,009972
-14	0,005156	-0,004815
-13	-0,006892	-0,011708
-12	0,001324	-0,010384
-11	0,001138	-0,009247
-10	-0,000528	-0,009775
-9	-0,000945	-0,010720
-8	-0,005830	-0,016550
-7	-0,007314	-0,023864
-6	0,019359	-0,004505
-5	-0,012631	-0,017136
-4	0,011825	-0,005311
-3	-0,000943	-0,006255
-2	-0,008055	-0,014309
-1	0,003045	-0,011264
0	0,001670	-0,009594
1	-0,006140	-0,015735
2	0,003100	-0,012635
3	0,000018	-0,012616
4	-0,003928	-0,016544
5	-0,005981	-0,022525
6	0,003636	-0,018889
7	0,010052	-0,008837
8	0,000782	-0,008055
9	0,003329	-0,004726
10	-0,000249	-0,004976
11	-0,002547	-0,007523
12	0,001773	-0,005750
13	-0,003127	-0,008877
14	0,003993	-0,004884
15	0,001937	-0,002947
16	-0,002131	-0,005078
17	-0,002554	-0,007632
18	0,000149	-0,007483
19	0,000384	-0,007099
20	-0,003307	-0,010407

Tabel 4. Pengujian Rata-rata *Abnormal Return* untuk Non Akuisitor

Hari ke	KSE	AAR	t hitung
-20	0.007075	0,006286	0,888529
-19	0.002196	-0,004134 **	-1,882860
-18	0.002945	-0,003429	-1,164209
-17	0.004147	0,000706	0,170266
-16	0.004363	0,002337	0,535687
-15	0.008896	-0,011738	-1,319503
-14	0.004037	0,005156	1,277463
-13	0.003207	-0,006892 *	-2,148978
-12	0.006767	0,001324	0,195583
-11	0.005479	0,001138	0,207646
-10	0.003243	-0,000528	-0,162952
-9	0.002721	-0,000945	-0,347286
-8	0.006193	-0,005830	-0,941358
-7	0.010528	-0,007314	-0,694752
-6	0.015836	0,019359	1,222463
-5	0.007885	-0,012631	-1,601855
-4	0.010033	0,011825	1,178647
-3	0.011029	-0,000943	-0,085513
-2	0.004681	-0,008055 **	-1,720604
-1	0.005725	0,003045	0,531947
0	0.007761	0,001670	0,215148
1	0.007531	-0,006140	-0,815305
2	0.002473	0,003100	1,253488
3	0.003642	0,000018	0,005079
4	0.004440	-0,003928	-0,884662
5	0.009883	-0,005981	-0,605214
6	0.004853	0,003636	0,749333
7	0.004470	0,010052 *	2,248772
8	0.002164	0,000782	0,361131
9	0.011691	0,003329	0,284723
10	0.007343	-0,000249	-0,033955
11	0.003050	-0,002547	-0,835254
12	0.002886	0,001773	0,614395
13	0.009344	-0,003127	-0,334635
14	0.004643	0,003993	0,860034
15	0.004505	0,001937	0,429904
16	0.002455	-0,002131	-0,867773
17	0.004253	-0,002554	-0,600655
18	0.002128	0,000149	0,070188
19	0.002952	0,000384	0,129954
20	0.007241	-0,003307	-0,456753

Keterangan: * = signifikan pada tingkat α sebesar 5% ($t=2,030$)
 ** = signifikan pada tingkat α sebesar 10% ($t=1,689$)